

## 冲动而纠结的并购

证券时报记者 胡学文

听华泰联合证券总裁刘晓明讲并购,快人快语的她如此总结并购市场现状:冲动加纠结。

冲动来自上市公司迅速做大想法,A股市场的新股发行政策红利,让不少上市公司的账户上都趴着巨额的募集资金,在并购重组分道审核制度的激励下,并购资产无疑是一个好路子。

纠结更多的则来自被并购对象。比如拟上市公司,和并购方谈判反复变卦的比比皆是,有投行中介为此伤透脑筋,“一个并购交易谈好,可能企业家过一晚上就变了卦,犹豫不决说想再等等看”。

等什么?无外乎三个选项,一是等IPO开闸,最让企业家纠结的事情莫过于刚把企业卖了,新股发行的大门就开了;二是想通过等来磨价格,争取把价格卖高点;三是观望新三板的政策是否明朗,流通性怎么提高,融资功能是否更多元,转板机制何时定论。

而在上述三个选项中,对于IPO的等待又最为执著。IPO之所以对于拟上市企业的诱惑那么大,乃至在IPO长时期停摆的背景下依然对是否接受并购摇摆不定,根本的原因就在于长期以来IPO发行机制的扭曲——由于IPO定价的问题,新股发行只是出让少部分股份,“三高”发行却可以让企业家获取巨大的企业市值。相反,企业接受并购,出让的是控股权,但是获得的价格、财富却不能和企业IPO相比。

因此,当前的A股市场并购热潮,固然有着产业演进的驱动使然,但IPO暂停在很大程度上也发挥着催化剂的作用。在IPO这条优选道路暂时走不通,又等不起或者不愿意等的企业家们,才会循着产业演进的过程,被动地接受被并购的安排。

事实上,即便并购买方主体——上市公司,在当前这股并购热潮中的心态也难说完全做好了准备。来自深交所的消息显示,伴随着并购重组活动的活跃,与之相关的股价异常波动呈现上升趋势,市场出现了短期投机性重组、财务性重组等不正常现象,在一定程度上影响了正常的交易秩序,损害了广大投资者特别是中小投资者的合法权益。

简单地讲,上述上市公司的短期投资性重组、财务性重组等,也并非基于产业演进的驱动,而是快速做大做强的冲动驱使。

而在这场并购热潮中,自然还少了另外一个重要角色,那就是私募股权投资(PE)机构。可以说,在A股市场已经发生的并购交易中,PE机构的极力撮合不在少数,甚至有不少交易中PE说客当居首功。不过,他们的角色无疑十分摇摆,一旦IPO开闸,在那条道路能获取更丰厚的收益,他们就会摇身一变站在力主IPO的一边,成为并购的阻碍因素。

一个企业家纠结并购的社会现象背后,其实各方主体可谓各怀心思,重交易而轻整合的现状,更是让并购重组热潮何去何从难有定论。所谓重交易轻整合,那就是目前的并购行为都只看重并购交易的达成,而没有对自己是否具备整合的能力、长效的机制、有效的人才激励机制做充分的准备。这些问题,对于被并购主体多为尚未接受过资本市场洗礼的拟上市中小企业来说,尤其显得重要和迫切。

## 自贸区揭牌首月 登记企业同比增近四倍

9月29日揭牌的中国(上海)自由贸易试验区受到了企业界的热捧。记者昨日从上海市工商局获悉,10月1日至27日,上海自贸试验区分局设立登记企业208户,与去年同期辖区内设立44户企业相比,增加近4倍。

据统计,这其中包括内资188户,外资20户。新设企业中,较为集中的行业分别为贸易业122户,投资和资产管理业36户。同时,已有1528户企业办理了名称核准手续,将成为下一阶段企业设立的主要对象。

上海自贸区内试行公司注册资本认缴登记制,公司股东(发起人)应当对其认缴出资额、出资方式、出资期限等自主约定,并记载于公司章程。数据显示,从新设的企业来看,实行认缴制的公司中,注册资本最高的为7900万美元,最低的为3万元人民币,都在正常范围内,并未出现虚高或过低的极端情况。(据新华社电)

# 认清金融困局根源 加快人民币汇改

如果我们不调整对外金融政策,不积极推进人民币资本项目可兑换,很可能导致国内利率、利差进一步攀升,从而挤压实体经济的发展空间,这恰恰是过去十年里发生的情况。因此,未来的金融改革需要两条腿走路,左腿是加快利率市场化等国内金融改革,右腿则是调整对外金融政策,加快推进资本项目可兑换,深化汇率市场化改革。

当前人民币刚刚进入强势时代,作为全球主要交易货币,人民币自主发行的必要性和重要性意义很大。

证券时报记者 魏书光

金融改革或将是下月召开的十八届三中全会的一个重要改革议题,而利率市场化和人民币资本项目可兑换等改革措施尤受各界关注。对外经贸大学金融学院院长丁志杰教授近日在接受证券时报记者专访时表示,金融改革应率先加快推进人民币汇率改革,转变对外开放模式,由出口和吸收外资为主转向进口和出口、吸收外资和对外投资并重,实行更加积极主动的开放战略。

丁志杰强调,如果国内利率市场化改革“单兵突进”,而不率先或同步推进人民币资本项目可兑换,打破人民币货币发行体制美元化的困局,那么即便在利率市场化的背景下,人民币利率和利差高企的局面也并不会改变,各项金融改革需循序渐进、协调配合。

## 资本项目可兑换 重点是放松管制

丁志杰认为,目前各方对当前资本项目可兑换改革的一个重要分歧是改革顺序问题。理论和外部经验表明,改革的一般顺序是先国内改革、后对外开放。然而,中国现实状况决定了中国更应采取齐头并进甚至相反的顺序。

如果我们不调整对外金融政策,推进人民币资本项目可兑换,按照理论上先推国内利率市场化,很可能导致利率、利差进一步攀升,从而进一步挤压实体经济的发展空间。这恰恰是过去十年里发生的情况。因此,未来的金融改革需要两条腿走路,左腿是加快利率市场化等国内金融改革,右腿则是调整对外金融政策,加快推进资本项目可兑换,深化汇率市场化改革。”丁志杰说。

综合当前对于人民币汇率渐进式改革的理由大概有:改革是系统工程需协调配套不能单兵突进;条件不具备需在过程中不断完善;避免一步到位动作太大引起剧烈震荡。但是,在渐进式改革走了30多年的今天,现实中更突出的问题是

很多早就该改的一直没改,要避免渐进式改革成为不改革或延缓改革的借口。

谈到下一步人民币资本项目改革的重点,丁志杰表示,未来一段时间资本项目可兑换重点是放松、取消对境内机构、企业、个人持有海外资产的管制,改变过去宽进严出的模式,缓解外汇储备增长压力,乃至实现外汇储备规模的逆转。

稳步推进资本项目可兑换包括:从重审批转变为重监测分析、从重事前监管转变为强调事后管理、从重行为管理转变为更加强调主体责任管理、从“有罪假设”转变到“无罪假设”、从“正面清单”(法无明文授权不可为)转变到“负面清单”(法无明文禁止即可为)。预计“十二五”期间中国将有条件基本完成资本项目可兑换改革,人民币可自由兑换。

丁志杰说,应鼓励有条件的企业走出去投资,从短期来看存在人民币升值的风险,但有利于长远发展。一些产能过剩并且具备比较优势的劳动密集型行业转移到国外,是升值之初产业国际转移的重要形式。对于在世界市场竞争的大企业,升值为其全球战略提供了很好的契机。毕竟中国人均GDP已达5000美元左右,从国际经验看处于对外投资加速阶段。如何成为世界投资大国,是摆在政府和企业家面前共同的课题。

他认为,政府在制定区域经济发展规划时,要充分考虑到长期汇率升值的因素,加强对企业的正确引导。政府要树立内贸和外贸同等重要的理念,避免人为的出口导向。政府要扶持企业做大做强,只有做大做强才有定价权。政府要培育那些有自主技术和创新能力的企业走向国际市场。可以预见,人民币在5年内可自由兑换,成为强势货币,而中国对外投资也将给世界各国带来新的全球化福利。

## 人民币应自主发行

在谈到为什么中国的利率和利差会持续居高不下时,丁志杰表示,中国货币发行没有自主性,长期被美元左右是重要原因。目前,以美元

为主的外汇占款已成为人民币基础货币投放的主要乃至唯一渠道。

这一结论有明确的数据支撑。以今年3月末为例,在央行负债方,我国基础货币高达25.15万亿元人民币,其中包括19.06万亿的存款准备金和6.09万亿的现金发行,这与其资产方25.41万亿元人民币的国外资产基本相当。这表明我国基础货币发行基本上是以美元等外汇为保证,国内信贷渠道基本关闭,货币发行失去自主性。

外汇储备快速增长造成国内货币信贷被动快速扩张。为了避免外汇储备管理和货币政策自主性之间的冲突,切断外汇储备变动与货币发行之间的关联,世界上不少国家是由财政部负责管理外汇储备。

丁志杰建议,将部分外汇储备存量和未来外汇储备增量,划归财政部管理,但同时财政部要承担购买这部分外汇储备的人民币资金来源。同时,央行应该推行差别存款准备金率政策,对自身积极“走出去”和支持企业“走出去”力度大的商业银行给予倾斜和优惠,存款准备金率可以适当降低。由此释放出来的存款准备金以外汇资产支付给这些商业银行,实现央行外汇占款资产和存款准备金负债的同降。这样可以为央行通过国内信贷渠道发行货币腾出一定的空间,逐步实现货币自主发行。

丁志杰指出,当前人民币刚刚进入强势时代。尽管当前人民币汇率已有较大幅度的升值,但升值预期仍然远远大于贬值预期,表明人民币具有强势货币特征。作为全球主要交易货币币种,人民币自主发行的必要性和重要性意义很大。

## 让更多私人机构 持汇到海外投资

10月份,美国国债一度濒临技术性违约的边缘。作为美国国债的



图为对外经贸大学金融学院院长丁志杰

魏书光/摄

第一大持有国,中国处在尴尬的地位。丁志杰认为,应适时、稳健地控制好外汇储备的规模,最大限度减少国际金融市场波动对我国造成的负面影响,更好地实现外储保值增值。

具体到中国来看,2013年一季度国际收支平衡表显示中国外储当季增加1571亿美元,但实际只增加1311亿美元,260亿美元不翼而飞。这一部分正是来自估值效应,即存量缩水造成的,美国学者称之为暗物质。而从2005年汇率改革以来计算,2005~2012年中国对外投资净收益为-5869亿美元,净资产收益率为-5.68%。

过去中国是出口导向型的经济体,是以补贴方式输出商品,结果造成中国的商品在国外价格低于国内的价格。但是,今天中国是以倒贴方式输出储蓄,结果是中国压低了美国的利率,同时抬高了国内的利率。

对于央行以及中投管理下庞大的外汇储备,丁志杰认为,普遍处于亏损状态。他认为,中投公司实际是亏损的。以外汇对外投资的中投公司披露前5年平均收益率5%,而由于特别国债发行利率是4.3%,加上人民币持续升值等因素,中投亏

损是必然的,整体上中国外汇储备都是如此情况。然而,中国外汇储备收益率远低于5%,但一直能支撑下去,主要原因是通过货币发行以低成本负债实现平衡。

显然,中国持有低收益的外汇储备资产,实际上承担的代价最主要是商业银行以低存款准备金形式背负。其结果反映在国内,反而是中国银行业在政策扶持下成为世界上最赚钱的银行。

这也就是说,中国商业银行持有低收益的资产,最终是转嫁给了国内实体经济,也就是储蓄者获得了较低的存款利息,贷款人必须要以更高的利率获得资金,这是所有金融乱象之源。如果一个国家的银行拿了超过GDP 1/3的低收益的资产,这个国家的银行能不能活下来?怎么才能活下来?

丁志杰认为,如果继续央行管理这么多外汇储备,提高外汇储备投资收益率是有限的,因为受外汇储备投资规模,以及主体地位的限制。当前,中国重要工作就是要控制好外汇储备的规模,央行投资外汇时,应该多持有实物性资产。

同时,让更多的私人机构去持有外汇,到海外投资,这是提高中国对外资产收益率以及对外开放效益的根本出路。

## 十八届三中全会热点前瞻系列(二)

# 住宅产业现代化行动方案或明年出台

住宅产业现代化“十三五”发展规划纲要正在编制

证券时报记者 张达

记者日前从权威人士处获悉,由住建部主导制定的《住宅产业现代化行动方案》正在研究阶段,初步框架已经形成,最快有望明年出台。

该人士还透露,装配式混凝土结构技术规程年底有望面世,现在住建部有关部门还在编制《工业化建筑评价标准》以及住宅产业现代化“十三五”发展规划纲要等一系列政策文件。

住宅产业现代化行动方案的内容包括:怎样培育基地,怎样推动试点城市,如何提高建筑装配率及配套技术的研发水平等。”该人士称,正在编制的“十三五”规划中将明确新

建和竣工产业化住宅面积,保障房全装修比例,新建全装修商品住宅比例,整体厨房、卫生间在住宅中的应用比例,太阳能等新能源在产业化住宅中的比例等发展目标,以及分城市分阶段的发展战略等。

据了解,推动建筑工业化和住宅产业化的总体思路是分三个阶段:在初始阶段,大力发展产业化基地;在中间规模化发展阶段,大力发展综合试点城市,培育产业链,形成主导的技术;在全面推进阶段,形成政府主导、社会参与、企业主体推进的格局。

目前,我国正处在第一阶段,试点城市在逐步培育,基地全国已经有42家了,主要分布在东部。”上述人士说,在政策支持方面,目前有

些城市已经出台容积率奖励、财政补贴、与“土地招拍挂”挂钩等引导政策。另外,与绿色建筑发展挂钩政策、工业化产品减免税政策、与建筑建造过程中税费挂钩政策等在不同地区也有不同运用。

该人士还表示,研究建立适应建筑工业化发展的建筑技术体系应以住宅为重点,并以保障房为重点。住宅技术体系应包括主体结构技术、住宅部品技术、设施设备系统等,都是住宅要解决的一系列问题。另外,要积极引导不同的发展模式,包括城市、园区、企业联盟及专业化配套等。

今年年初,由国家发改委和住建部共同制定的《绿色建筑行动方案》出台后影响不小,其中提出要推

动建筑工业化,住建部等部门要加快建立促进建筑工业化的设计、施工、部品生产等环节的标准体系,推动结构件、部品、部件的标准化,丰富标准件的种类,提高通用性和可置换性。

住宅产业现代化与绿色建筑结合是绿色发展的重要途径之一,应将住宅产业现代化与绿色建筑相关政策挂钩,协调推进,并在合适的时机出台绿色建筑法和建筑品质促进法,为房地产业转型升级和可持续发展保驾护航。”上述人士说,住宅产业现代化和建筑工业化完全符合“十八大”总体要求和国家发展战略,未来若干年,这项工作将大有可为,将为国家的节能减排和可持续发展作出贡献。(据新华社电)

## 企业参与棚改项目 可享所得税优惠

记者28日从财政部获悉,为鼓励企业参与政府统一组织的棚户区(危房)改造工作,财政部、国家税务总局日前联合发文明确企业参与棚改的所得税优惠政策。

对于享受所得税优惠所必须具备的条件,通知指出,企业参与的棚户区改造支出必须同时具备以下条件:棚户区位于远离城镇、交通不便,市政公用、教育医疗等社会公共服务缺乏城镇依托的独立矿区、林区或垦区;该独立棚户区、林区或垦区不具备商业性房地产开发条件;棚户区市政排水、给水、供电、垃圾处理、消防等市政服务或公共配套设施不齐全;棚户区房屋集中连片户数不低于50户,其中,实际在该棚户区居住且在本地区无其他住房的职工(含离退休职工)户数占总户数的比例不低于75%。(据新华社电)

### 节目预告

甘肃卫视《投资论道》: 呈现最新投资机会——携手在甘肃  
 深圳卫视《中国好声音》: 全新阵容 全新舞台  
 中央电视台《中国好声音》: 携手在甘肃, 携手在甘肃  
 投资技巧, 敬请关注!

**今日播出栏目(部分名单):**  
 西藏卫视《中国好声音》  
 中国建设卫视《中国好声音》  
 央视国际卫视《中国好声音》  
 中信证券北京安外大街营业部

**今日播出嘉宾:**  
 全元证券财富管理中心总经理 何旭  
 中信证券财富管理中心 姜楠  
 第一财经金融投资大会嘉宾(部分)  
**主持人:** 高立一  
**播出时间:** 甘肃卫视《投资论道》23:17